国联民生证券
GUOLIAN MINSHENG SECURITIE

通胀能否成为美联储的加息“门票？”

海外宏观 & 大类资产周度观察

宏观团队：陶川、林彦、陈艺鑫、武朔、周至臻

报告日期：2026年09月14日



仅供内部参考，请勿外传

摘要

- **海外宏观：海外宏观：油价重登百元“台阶”，紧缩预期加剧：基本面上，**PPI与核心CPI接连超预期，能源成为最大拉动项，柴油裂解价差创历史新高，另一方面，通胀扩散度尚属温和，油价二轮传导未落地。**景气端，**消费者信心降至近历史低位，通胀预期明显跳升，成屋销售创逾一年新低，高利率压力正从物价端传导至消费与地产。**货币政策上，**市场对联储下周加息的定价升至约90%，短端收益率大幅上行；欧洲央行如期加息，全球加息预期由分化转为一致鹰化。**地缘上，**美伊海上冲突升级，霍尔木兹与曼德海峡通航受阻，油价重返冲突以来高点；伊朗将与海湾国家会商航运安全，供给冲击实质性压缩了全球央行的宽松空间。

- **大类资产：本周持续演绎“NACHO”交易，9月加息预期显著升温。**一方面，美国PPI和核心CPI均超预期，油价持续上涨与加息预期升温形成共振，布伦特原油强势破百，权益、贵金属、美债等降息有利资产走势偏弱。另一方面，美国铜关税预期有所降温，铜价创新高回撤幅度逼近5%。**值得注意的是，下周美联储议息会议乃重中之重，加息“靴子落地”有望成为“NACHO”交易范式向“TACO”切换的分水岭。**

- **下周重要事件预览：**美国、英国与日本三国议息会议与利率决议；美国8月工业产出数据等。

- **风险提示：**地缘冲突超预期演变风险；通胀回落不及预期风险；美国经济走弱超预期风险；海外货币政策超预期收紧风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

CONTENTS

01 海外宏观：油价重登百元“台阶”，紧缩预期加剧

02 大类资产：“NACHO”交易进行时

03 权益溢价情绪与大类资产溢价周度跟踪

04 下周重要事件预览

05 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

01

海外宏观：油价重登百元“台阶”，紧缩预期加剧

仅供内部参考，请勿外传

1.1 本周海外宏观重要事件一览

经济数据

8月美国PPI：PPI同比增长5.4%，超过预期，核心PPI同比增长4.6%。环比增长0.4%，为5月以来最大环比涨幅

8月美国成屋销售数据：成屋总销售年化398万户 ，年化环比-2%，为自2024年秋以来第二次销量年化跌破400万户的月份。

8月美国CPI：整体CPI环比+0.4%，符合预期，超三分之一涨幅由汽油价格贡献。核心CPI环比+0.3%，同比+2.4%。

密歇根大学消费者调查：9月消费者信心处置47.8，现状指数50.9，预期指数45.8，均低于市场预期。

9月7日（周一）

9月8日（周二）

9月9日（周三）

9月10日（周四）

9月11日（周五）

9月12日（周六）

货币政策

FOMC噤声期，无联储人员公开发言

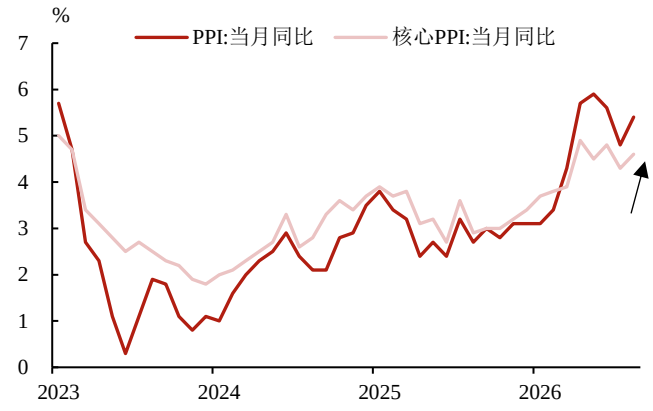
资料来源：华尔街见闻，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2 8月PPI：超预期数值强化紧缩预期

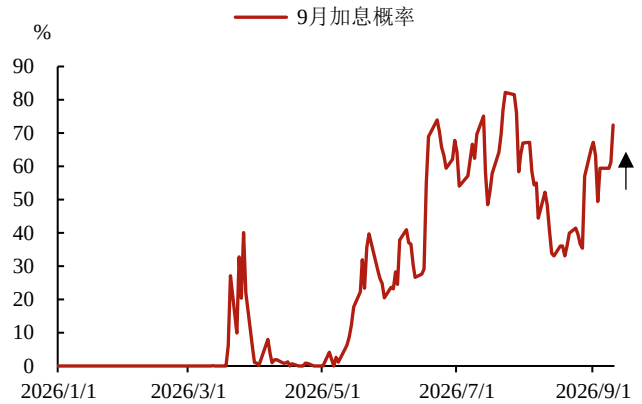
➢ **美国8月PPI同比加速至5.4%，核心PPI同比4.6%，双双超出市场预期。**数据公布后，2年期美债收益率单日上行13个基点，10年期触及4.96%的近三年高位。柴油价格飙升是能源分项的主要推手，裂解价差突破110美元创历史新高，加剧市场对通胀反弹的担忧。**PPI强化了美联储收紧政策的理由，交易员对下周美联储FOMC加息至少25个基点的押注升至70%。**

图表：8月美国PPI同比增速加快



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表：PPI数据公布后市场对9月加息押注提高



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.3 8月CPI：环比超预期，加息概率进一步抬升

- **8月美国核心CPI环比超预期升至0.3%，9月加息定价随之攀升至约90%。**美伊冲突拉动下，能源依然是本月最大拉动项，环比涨2.1%，其中汽油涨3.9%；食品价格环比仅涨0.1%，扰动有限。
- 核心商品通胀环比仅涨0.1%，二手车、新车价格虽有回升，但服装、家居等多数品类走弱，表明关税对价格的传导影响已基本出清。**商品价格压力消退，成为整体通胀格局中难得的缓和信号。**核心服务环比上涨0.3%，住所项由0.1%加速至0.3%是主要推手，机票、教育等涨幅靠前，医疗服务和车险回落形成对冲。**服务通胀黏性仍在，但内部分化明显，并非全面升温。**

图表：CPI主要分项一览

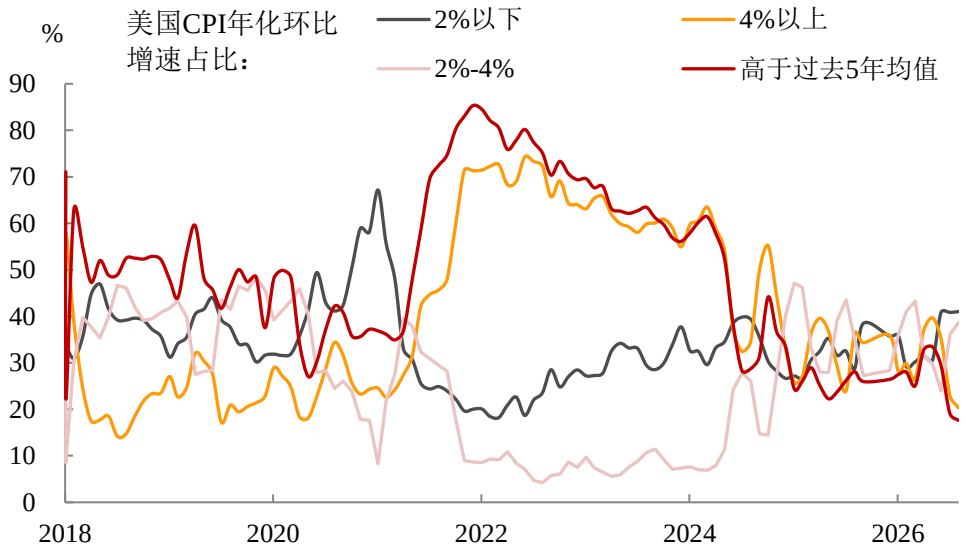
美国CPI数据一览	同比（%）					环比，季调（%）				
	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04
CPI	3.4	3.4	3.5	4.2	3.8	0.4	0.1	-0.4	0.5	0.6
食品	2.7	3.0	3.0	3.1	3.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5
家庭食品	2.2	2.7	2.7	2.7	2.9	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.7
非家用食品	3.4	3.4	3.4	3.5	3.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
能源	16.3	14.7	15.7	23.5	17.9	2.1	-1.5	-5.7	3.9	3.8
能源类商品	28.0	24.7	27.1	40.6	29.2	4.2	-2.9	-9.5	6.7	5.6
汽油（所有种类）	27.4	24.6	26.7	40.5	28.4	3.9	-2.9	-9.7	7.0	5.4
燃油	52.0	39.1	42.9	58.9	54.3	10.1	-1.7	-9.2	3.8	5.8
能源服务	4.0	4.3	3.9	5.3	5.4	-0.4	0.3	-0.7	0.4	1.6
电力	3.8	4.2	4.0	5.9	6.1	-0.2	0.1	-1.0	0.6	2.1
公共事业燃气服务	4.4	4.3	3.0	3.0	3.0	-1.1	0.7	0.5	-0.5	-0.1
核心CPI	2.4	2.5	2.6	2.9	2.8	0.3	0.2	0.0	0.2	0.4
商品,不含食品和能源商品	0.7	0.8	0.8	1.1	1.1	0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.0
家居和家用品	0.6	0.8	1.3	2.4	2.8	0.0	0.1	-0.1	-0.2	-0.5
服装	3.6	3.9	3.9	4.8	4.2	0.0	0.1	-0.6	0.3	0.6
运输产品(不含汽车燃料)	-0.4	-0.2	-0.3	-0.6	-0.8	0.3	0.2	-0.1	-0.1	-0.1
新交通工具	0.6	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3	0.1	0.0	-0.3	-0.2
二手汽车和卡车	-2.3	-1.9	-1.8	-2.0	-2.7	0.4	0.4	-0.2	0.1	0.0
医疗护理商品	-2.7	-2.7	-2.1	-1.8	-0.5	-0.2	-0.6	-0.2	-0.7	-0.4
休闲商品	3.1	3.1	2.9	2.6	3.0	0.0	0.6	0.9	-0.1	0.1
教育和通讯商品	-4.1	-4.5	-6.8	-6.1	-6.0	0.1	1.3	-0.8	0.0	0.5
其他商品	4.2	4.2	3.9	4.5	4.6	0.5	0.4	-0.2	0.1	0.5
服务,不含能源服务	3.0	3.0	3.2	3.4	3.3	0.3	0.2	0.0	0.3	0.5
住所	3.0	3.2	3.3	3.4	3.3	0.3	0.1	0.1	0.3	0.6
住所租金	3.0	3.2	3.2	3.3	3.3	0.3	0.1	0.1	0.3	0.6
水、下水道和垃圾回收	4.8	4.6	4.6	4.7	4.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3
运输服务	2.4	2.9	3.4	4.1	4.3	0.5	0.3	-0.3	-0.6	0.3
机票	23.4	25.5	26.5	26.7	20.7	2.7	2.2	0.2	2.7	2.8
医疗护理服务	2.5	2.7	2.9	3.6	3.2	-0.2	0.6	-0.1	0.5	0.0
休闲服务	2.4	2.2	2.7	2.6	1.9	0.0	0.0	0.3	0.5	0.1
教育和通讯服务	3.1	1.3	1.0	1.9	1.1	1.8	0.5	-0.8	0.9	-0.1
其他个人服务	4.3	4.4	5.1	5.2	4.2	0.0	-0.2	0.5	1.4	1.2

资料来源：wind，国联民生证券研究所

1.3 8月CPI：环比超预期，加息概率进一步抬升

- **尽管核心数据超预期，油价的二次传导依然偏弱，**环比年化涨幅超近5年均值的品类占比仅17.6%，两项通胀扩散指标均处历史常态区间。叠加2027年轮值票委更偏中立，**若年内加息一次性兑现，市场反而可能迎来“靴子落地”后的布局窗口，甚至打开明年降息预期空间。**

图表：当前能源冲击的二次传导效应相对有限



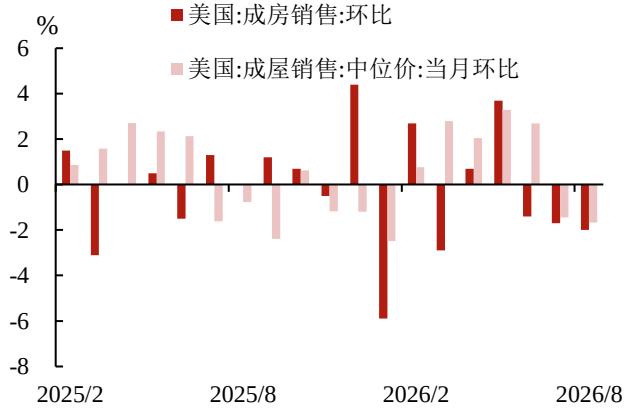
资料来源：彭博，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.4 成屋销售：超预期就业数据并不能打开加息大门

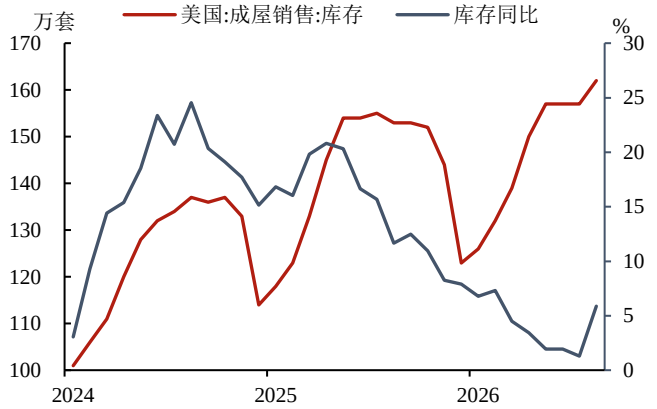
- **美国8月成屋销售环比下滑2%至398万套，创逾一年新低。**月供压力抑制购房意愿，而逾四分之三房主利率低于6%，“换房即失低息贷款”的锁定效应令业主惜售，高抵押贷款利率构成双重压制。库存同比增加5.9%至162万套，4.9个月的去化周期创十余年最高。
- **总体来看，当前美国住房市场呈现“供给改善、需求疲弱”格局：**可负担性指数同比虽回升3.5%，但整体仍处历史低位，复苏缺乏明确催化剂。首席经济学家Yun警告抵押贷款利率可能很快触及7%，不过就业改善与薪资增长为底部需求提供了一定支撑。

图表：美国成屋销售连续第二个月价量齐跌



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表：成屋库存进一步积压



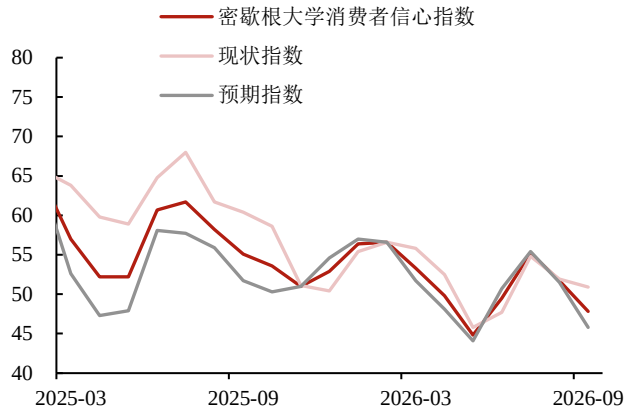
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.5 密歇根大学消费者调查：信心跌至近历史低位，通胀预期跳升

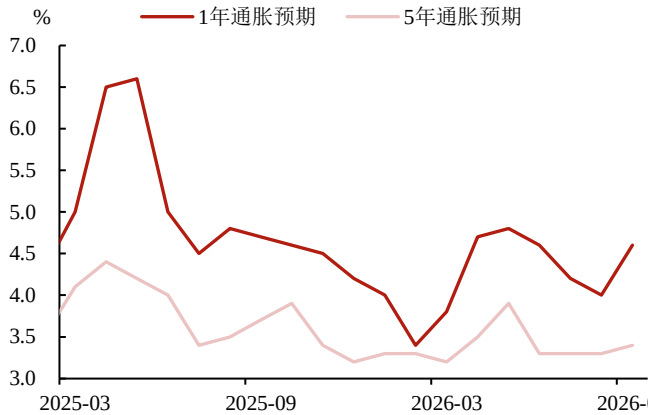
- **9月密歇根大学消费者调查显示，消费者信心跌至近历史低位。**9月初值录得47.8，明显低于预期的51和前值51.7，连续第二个月下滑；现况指数降至50.1，预期指数降至46.1。一年期通胀预期从4.0%跃升至4.6%，创6月以来新高，远超伊朗冲突爆发前2月的3.4%；5年期通胀预期结束连续三个月持平于3.3%的局面，微升至3.4%。
- 汽油价格高企直接推高短期通胀预期，约68%的消费者预计未来一年失业率上升，选择“通胀”而非“失业”为更大经济威胁的人数是后者的两倍，消费者情绪与核心CPI超预期、加息概率升至90%形成共振，**进一步锁定下周美联储加息的预期，同时预示着四季度消费端动能存隐忧。**

图表：消费者信心、现状及预期指数连续第二个月下滑



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图表：短期通胀预期显著抬升



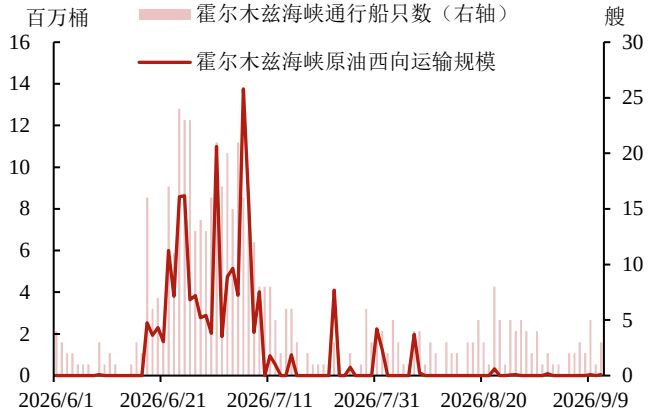
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.6 中东冲突：海上交火升级，油价再次上百

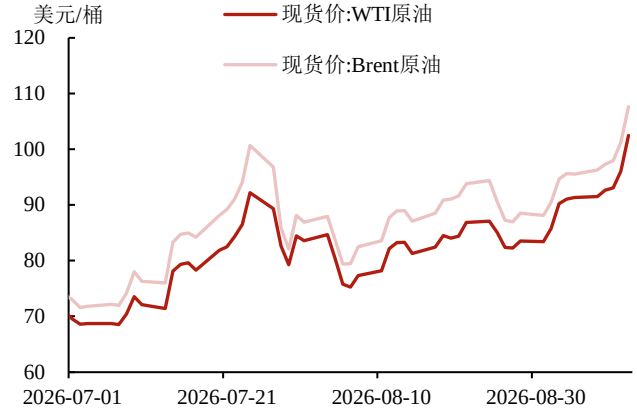
- **本周美伊冲突重心转向海上，冲突加剧带动原油价格大幅上涨。**伊朗革命卫队称以导弹打击美军航母；美军摧毁多艘伊朗油轮，并袭击哈尔克岛附近船只。伊朗警告科威特、巴林港口油轮撤离，宣布设立海上“制裁区域”；胡塞武装同步攻占红海城市穆哈，曼德海峡形势恶化。
- **对峙之外，双方均在布局下一阶段。**据报伊朗已在地下设施恢复弹道导弹生产；特朗普称战事将在中期选举后“立即终结”冲突，但其顾问警告冲突可能持续至任期结束。伊朗暂停对外国船舶征收10%运费附加费，并将于14日与海湾国家商讨海峡航运安全安排，冲突或转入“边打边谈”的阶段，但由于冲突加剧，本周布油与WTI原油价格再次站上100美元/桶以上高位。**短期来看，美伊及代理人军事摩擦与外交接触将并行，而油价再度上百带来的通胀冲击或将进一步干扰各国央行的政策方向。**

图表：能源价格与美债收益率同步上行



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

图表：受美伊冲突加剧影响，原油价格站稳百美元/桶关口



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

1.7 货币政策：各国央行加息预期进一步上行

- **本周各主要经济体2026年剩余时间的隐含加息预期普遍大幅上修。**美国由34bp升至50bp，对应9月16日会议加息概率升至约90%，为升幅最大的经济体之一；英国由28bp升至45bp，欧元区由46bp升至61bp（欧洲央行上周已如期加息25个基点至2.5%）；加拿大由19bp升至36bp，亚太方面日本由45bp微升至47bp，澳大利亚、新西兰分别由30bp升至39bp和38bp。**原油价格破百的供给冲击是本轮预期重定价的直接催化剂，全球央行正同步转向抗通胀优先。**

图表：多数主要经济体年内加/降息预期幅度

国家	下次会议	当前目标利率（%）	当前有效利率（%）	隐含利率年末（%）	2026年剩余时间加/降息预期（bp）
北美					
美国	2026/9/16	**3.75**	**3.63**	**4.13**	**50**
加拿大	2026/10/28	**2.25**	**2.30**	**2.66**	**36**
欧洲					
欧元区	2026/10/28	**2.25**	**2.19**	**2.80**	**61**
英国	2026/9/17	**3.75**	**3.73**	**4.18**	**45**
亚太					
日本	2026/9/18	**1.00**	**0.98**	**1.45**	**47**
新西兰	2026/9/2	**2.75**	**2.75**	**3.13**	**38**
澳大利亚	2026/9/18	**4.35**	**4.35**	**4.74**	**39**

资料来源：彭博，国联民生证券研究所
注：数据截止至9月11日

仅供内部参考，请勿外传

02

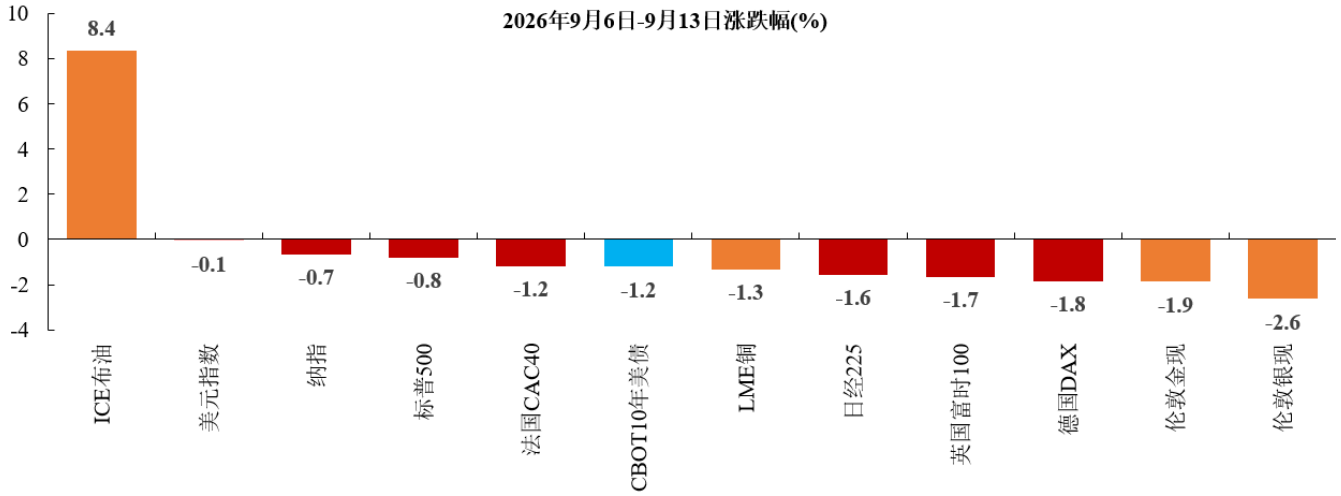
大类资产：“NACHO”交易进行时

仅供内部参考，请勿外传

2.1 本周大类资产表现：“NACHO”交易持续演绎

- **本周持续演绎“NACHO”交易，9月加息预期显著升温。**一方面，美国PPI和核心CPI均超预期，油价持续上涨与加息预期升温形成共振，布伦特原油强势破百，权益、贵金属、美债等降息有利资产走势偏弱。另一方面，美国铜关税预期有所降温，铜价创新高回撤幅度逼近5%。**值得注意的是，下周美联储议息会议乃重中之重，加息“靴子落地”有望成为“NACHO”交易范式向“TACO”切换的分水岭。**

图表：本周原油延续强势，降息有利资产走势偏弱



资料来源：Wind，国联民生证券研究所；深红色为权益、浅红色为美元指数、橙色为商品、蓝色为美债

仅供内部参考，请勿外传

2.2 本周重要事件复盘

9月7日（周一）

特朗普：特朗普称将**“严厉打击”**伊朗
伊朗：伊朗宣布几天内将宣布霍尔木兹海峡**“禁区”**

9月8日（周二）

9月9日（周三）

大宗：铜价突破11万元/吨创历史新高，美国囤积近**70%**库存
美伊：美军称摧毁伊朗**5艘原油运输船**，伊朗对美军实施对等报复

9月10日（周四）

美国：美国8月PPI同比5.4%，**高于预期值**5.3%

9月11日（周五）

美国：8月美国核心CPI环比0.3%，**高于预期**值0.2%
科技：甲骨文业绩和指引均**超预期**

9月12日（周六）

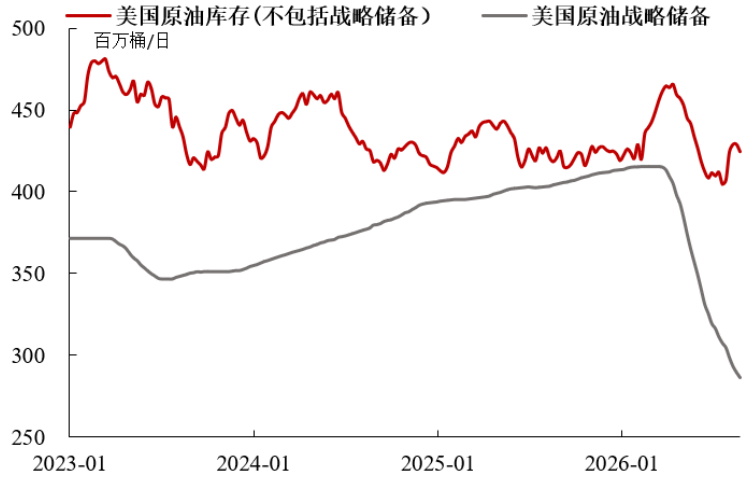
资料来源：证券时报网、华尔街见闻等，国联民生证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

2.3 “NACHO”交易延续，布伦特原油强势破百

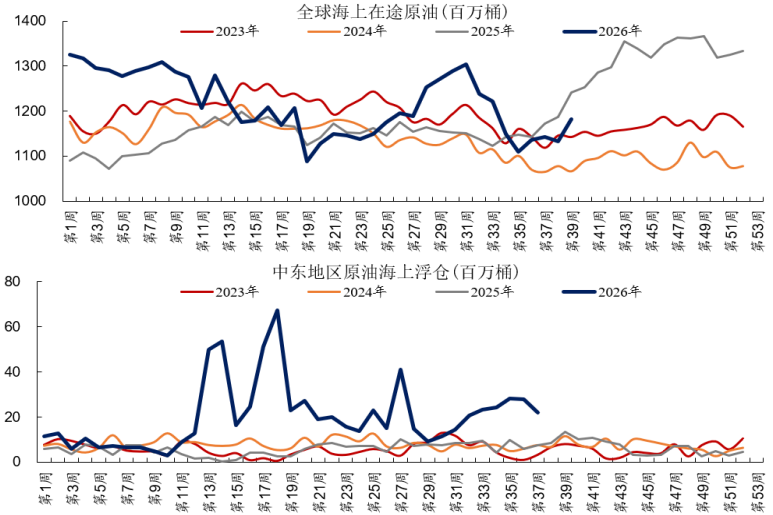
- **本周“NACHO”交易延续，布伦特原油强势破百。**一方面，美伊双方继续采取攻击油轮的“破交战术”，市场对原油供给的担忧持续升温，布伦特原油强势破百，并且一度逼近110美元/桶大关；另一方面，美国原油库存和战略储备持续下降，美国平抑油价的能力被持续削弱。
- **总结：霍尔木兹海峡拥堵状况并未有效缓解，低库存或导致供给担忧与日俱增。**

图表：本周美国石油战略储备持续下降



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表：霍尔木兹海峡航运拥堵状况并未有效缓解



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

2.3 农产品溢价显著回补，螺纹钢基差绝对值持续走阔

- 本周农产品溢价迅速上升0.12个百分点至10.19%，能化溢价下降0.26个百分点至5.3%，工业品溢价持续回落；螺纹钢基差从-455元/吨下降至-530元/吨，螺纹钢基差绝对值持续走阔。
- 农产品与工业品的溢价剪刀差较上周持续扩大，商品内部仍呈现“防御强、周期弱”的特征。

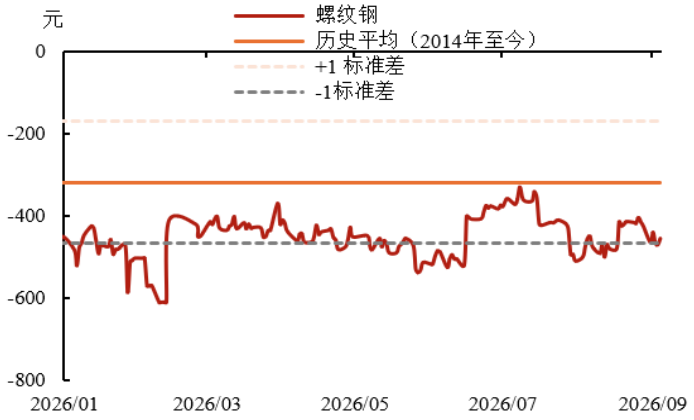
图表：农产品溢价显著回升



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

注：商品溢价的定义为1/(南华商品指数/10年期国债期货主力合约收盘价)

图表：本周螺纹钢基差绝对值持续走阔



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

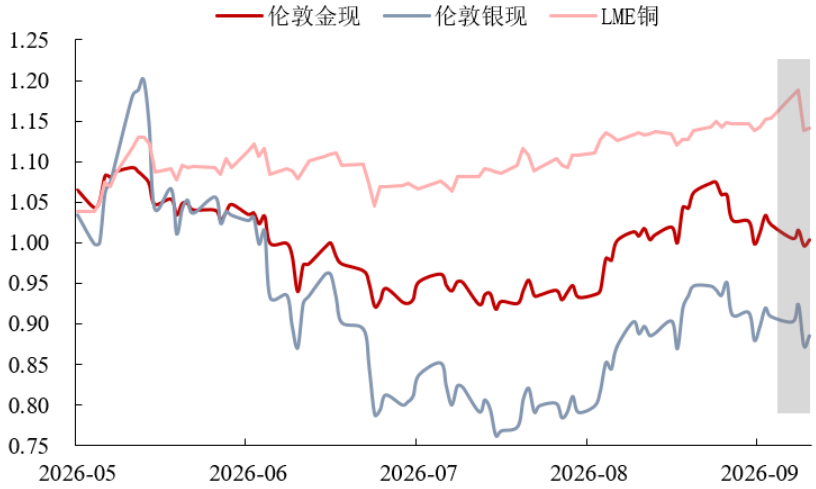
注：数、为方便展示图中螺纹钢基差截取近一年数据，螺纹钢基差统计口径为(期货价-现货价)

仅供内部参考，请勿外传

2.4 加息预期升温，金银铜被压制

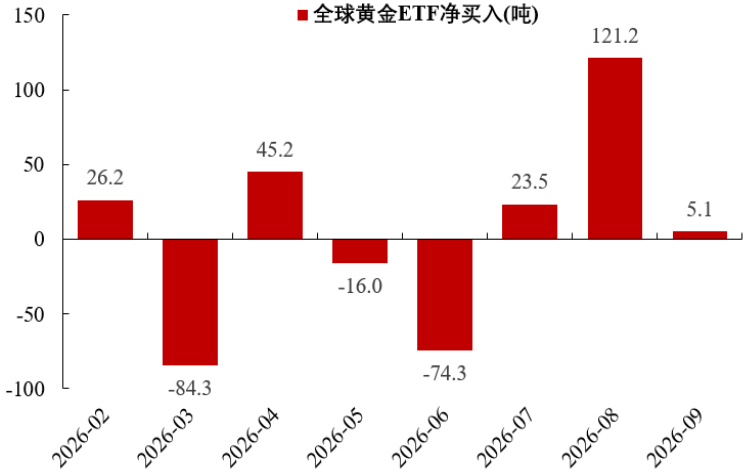
- **本周美联储加息预期显著升温，金银铜被压制。**2026年9月10-11日公布的美国PPI同比和核心CPI均高于预期值，9月美联储加息概率迅速向上突破90%，伦敦金现一度回调至4300美元/盎司左右；另外，9月10日美国铜关税因对制造成本和生活负担的担忧而被迫陷入停滞，铜价一度回撤近5%。
- **总结：本周全球黄金ETF净卖出4.63吨，黄金资金面尚未显著回暖。**

图表：本周美联储加息预期升温，金银铜价格被压制



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图表：9月全球黄金ETF净买入5.1吨



资料来源：世界黄金协会、金十数据，国联民生证券研究所

注：1-8月采取世界黄金协会统计口径，9月采用金十数据月度统计口径

仅供内部参考，请勿外传

2.4 黄金：净多头持仓比例仍偏高，油金比持续回升

- 9月8日黄金净多头持仓比例持续上升至79.97%，较前周上升2.07个百分点，较5月19日60.96%的位置提升19.01个百分点，多头持仓拥挤度整体仍然偏高；油金比从上周的2.14%提升至2.38%。
- **黄金净多头持仓比例仍处于高位，体现了加息预期升温对金价的压制作用。**

图表：本周黄金净多头持仓比例逼近80%



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图表：本周油金比持续回升



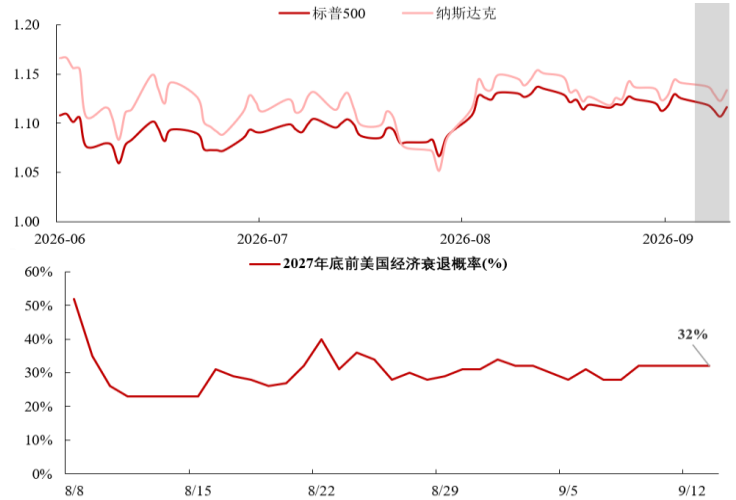
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.5 美股“先抑后扬”

- **本周美股呈现“先抑后扬”。**一方面，2026年美国PPI同比和核心CPI环比高于市场预期，9月美联储加息预期升温导致美国短期有所回调；另一方面，9月11日甲骨文业绩和指引超预期，美股情绪显著回暖。
- **总结：Anthropic可能在10月上市，关注美股面临的流动性压力。**

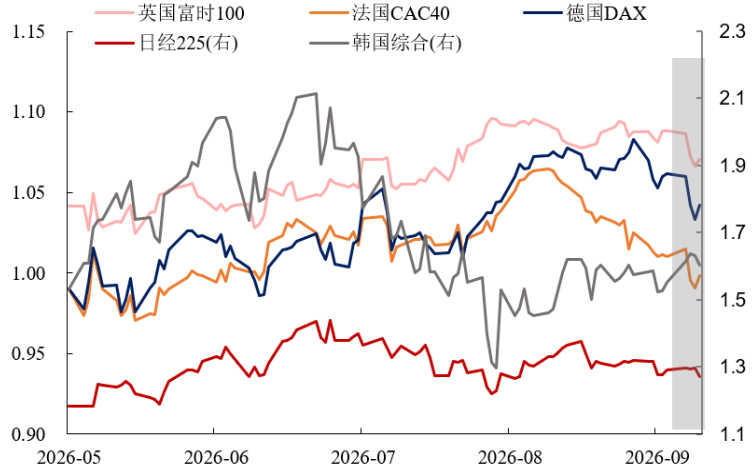
图表：本周美股“先抑后扬”



资料来源：Wind、Polymarket，国联民生证券研究所

注：上图2026年1月2日美股净值为1

图表：本周欧日股市大多迎来回调



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

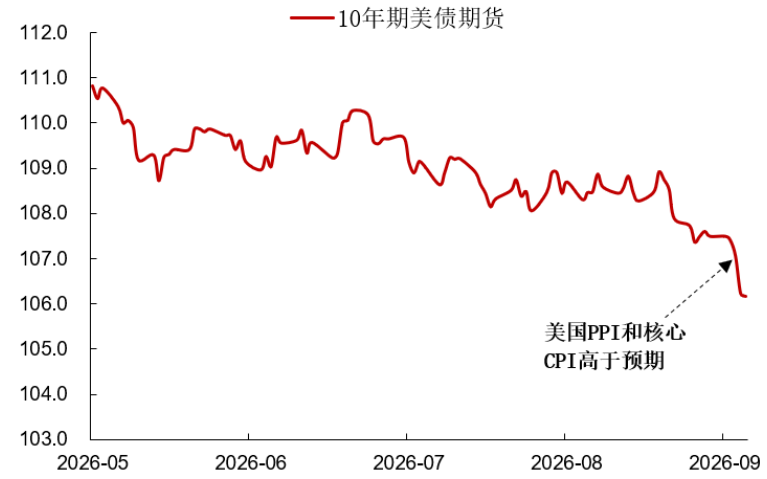
注：2026年1月2日全球主要股指的净值为1

仅供内部参考，请勿外传

2.6 美债持续回调，美元指数有所回补

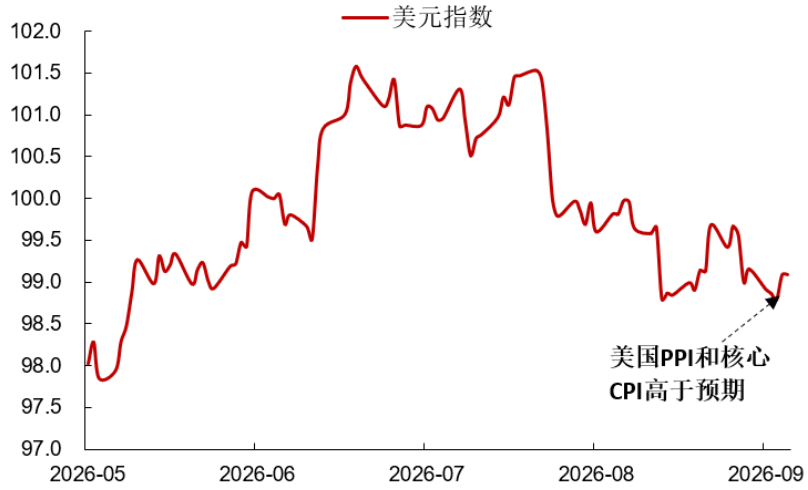
- **本周美债价格持续走弱，核心原因是通胀高于预期引发的加息预期升温。**随着9月10-11日公布美国PPI、核心CPI均高于预期值，加息预期升温驱动美债价格持续回调。
- **同理，美元指数短期有所回补。**

图表：美联储加息预期升温，美债持续回调



资料来源：Wind、华尔街见闻，国联民生证券研究所

图表：通胀高于预期，美元指数有所回补



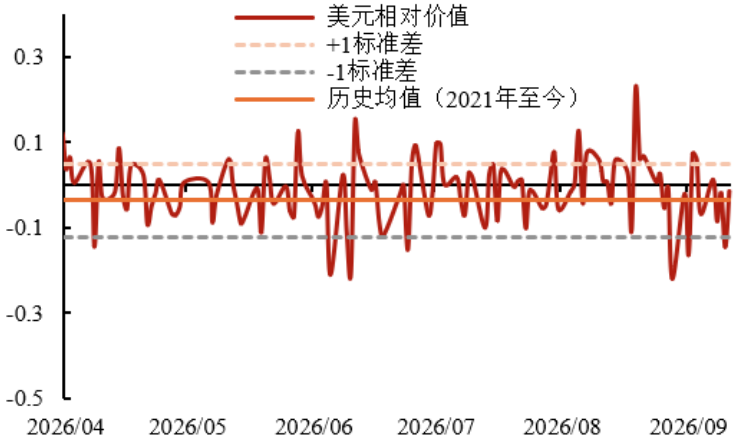
资料来源：Wind、华尔街见闻，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.6 外汇：美元相对价值短期下降后迅速反抽

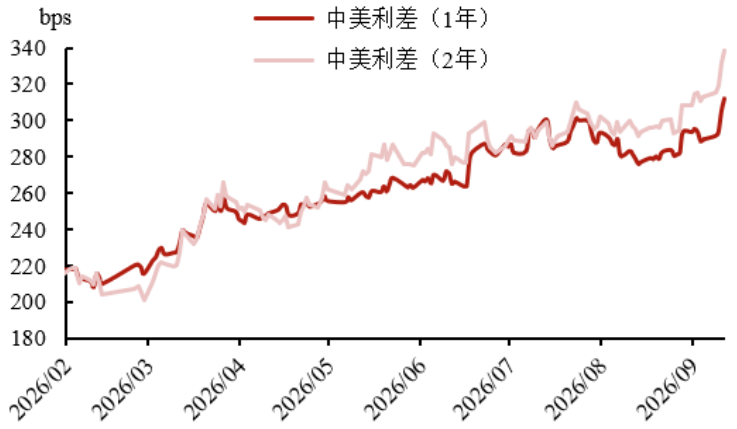
- 9月10-11日美元相对价值从-14.54%迅速反抽至-1.42%，向上突破2021年以来的均值水平，购买力平价维度下人民币的高估风险或仍然偏高，美元兑人民币跌破6.71大关。中美2年利差本周迅速上升25.64bp至338.34bp，利差对人民币汇率的结构性压制加深。**人民币趋势性升值基础并未完整呈现，汇率偏弱震荡仍是基准情形。**

图表：本周美元相对价值短期下降后迅速反抽



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图表：中美利差加速上升



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

注：美元相对价值定义为美元兑离岸人民币-购买力平价美元，其中购买力平价美元=(上海金×金衡盎司)/伦敦金

仅供内部参考，请勿外传

03

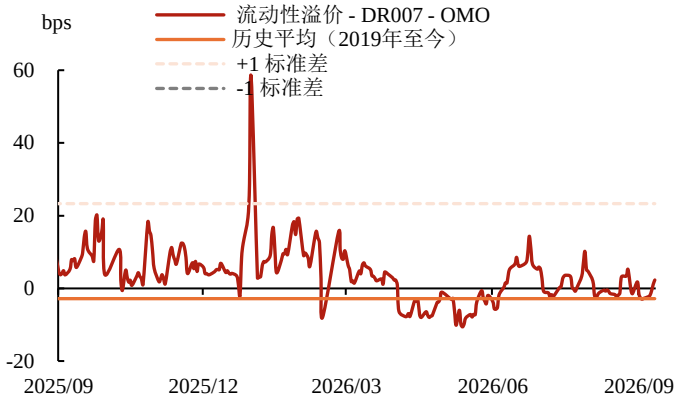
权益溢价情绪与大类资产溢价周度跟踪

仅供内部参考，请勿外传

3.1 货币：资金面明显收紧，DR007重回政策利率上方

- DR007-OMO利差单周大幅上行5.06bp至+2.32bp，货币市场利率重新回到政策利率上方；流动性预期回升0.25bp至4.00bp，CDs-MLF走阔2.50bp至-62.00bp。
- **资金面由宽松转向收敛，说明跨月后的充裕投放正在退坡。**DR007-OMO高出历史均值近5个基点，短端期限结构策略性价比下降；CDs-MLF边际走阔趋势已确立，负债端成本上行通常先于资产端定价，或是下周债市最需关注的边际变化。

图表：货币市场利率回升至政策利率上方



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

注：数据集覆盖2019年至今，为方便展示截取最近一年数据

图表： 流动性预期微幅抬升



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

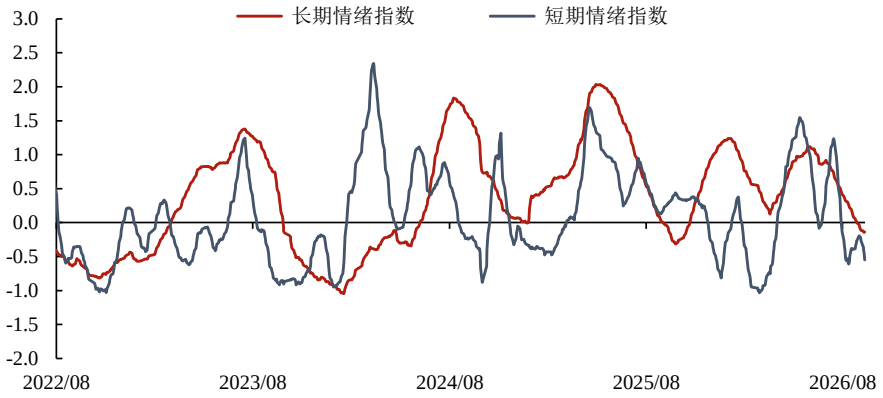
注：数据集覆盖2019年至今，为方便展示截取最近一年数据

仅供内部参考，请勿外传

3.2 权益：短期情绪单周大幅回落，基差贴水成主要拖累

- **情绪修复已告一段落，短期指标重回中性偏冷区间。**短期情绪本周大幅回落0.28个单位至-0.55，为近期最大单周降幅，前期三周修复基本被抹去；长期情绪指数继续下行0.02个单位至-0.14。两者分别低于历史均值0.06和0.14达0.61和0.27个单位，短期情绪百分位已降至20%的低分位。
- **情绪指数主要受基差拖累。**短期基差Z值单周回落0.40至-0.43，期货贴水重新加深；短期乖离率Z值同步回落0.15至-0.66，现货端修复亦告停滞。**两周前“现货修复、基差转弱”的分化已演变为两端同步走弱，8月中旬以来的反弹缺乏基本面接力，存在二次探底风险。**

图表：短期情绪指数大幅回落



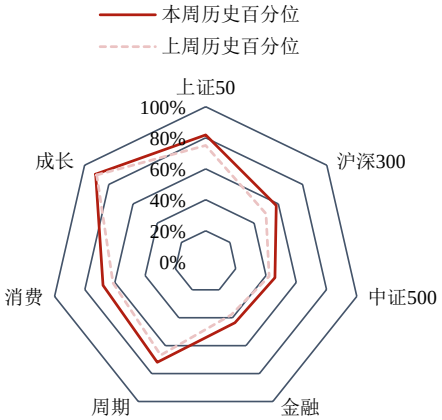
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.2 权益：赔率全线修复，消费与金融弹性最大

- **估值端迎来近一个月首次一致改善，本周七个维度ERP全线回升，为近一个月来首次一致改善，估值端的边际压力明显缓解。**金融与消费弹性最大，分别上行0.18和0.12个百分点；上证50、周期分别上行0.13和0.10个百分点；沪深300、中证500、成长小幅上行。**消费仍是赔率最厚的品种，金融的修复则尚未完成。**消费ERP已达1.38%，较历史均值0.66%高出0.72个百分点，赔率优势进一步走阔；金融虽回升至10.58%，但仍略低于10.64%的均值，修复尚未完成。**需要注意的是，本轮改善主要由价格端而非盈利端贡献，属被动修复，若缺乏盈利预期上修配合，估值弹性可能难以持续。**

图表：本周权益赔率全线修复



资料来源：ifind，国联民生证券研究所



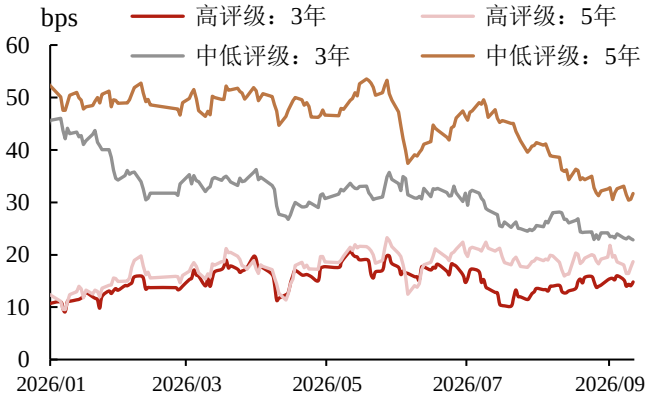
*请务必阅读最后一页免责声明

仅供内部参考，请勿外传

3.3 债券：信用利差重新收窄，曲线形态连续三周反向

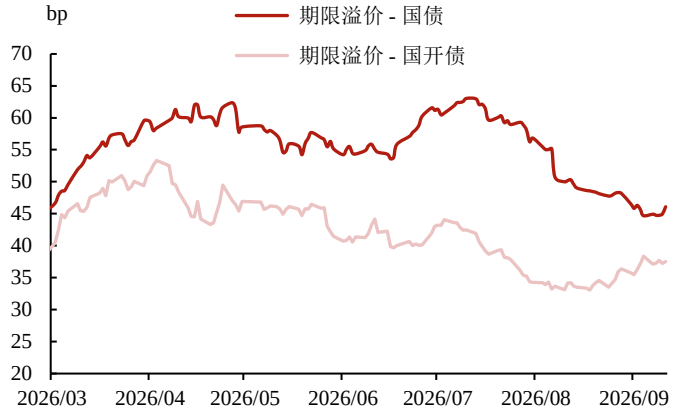
- **信用利差重新收窄，风险补偿进一步变薄。**AAA:3年与AA:3年同步收窄1.18bp，AA:5年收窄0.93bp，AAA:5年持平于18.69bp。四者仍全线低于历史均值，AA:5年较均值62.10bp低30.4个基点，**继续压缩的空间有限而走阔弹性偏大。**
- **曲线形态连续三周反向，但分歧仍属短期交易行为。**国债走陡1.40bp而国开债反向收窄0.86bp，交易盘与配置盘在长端的分歧未见收敛。国开债距历史均值仍低46个基点，**平坦格局没有实质改变，形态变化更像交易行为而非趋势信号。**

图表：信用利差本周全线收窄



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图表：国债期限溢价走陡，国开债收窄



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

注：期限溢价定义为10年国开债到期收益率-1年国开债到期收益率

仅供内部参考，请勿外传

04

下周重要事件预览

仅供内部参考，请勿外传

4 下周海外宏观重要事件一览

经济数据		宏观政策和事件
	9月14日（周一）	
美联储议息会议	9月15日（周二）	
美联储利率决议	9月16日（周三）	
英格兰银行议息会议 9月12日当周领取失业金情况	9月17日（周四）	
日本银行议息会议 美国工业产出与领先指标	9月18日（周五）	

资料来源：MarketWatch，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

05

风险提示

仅供内部参考，请勿外传

5 风险提示

- **地缘政治冲突超预期风险。**

霍尔木兹海峡的临时航道谅解仅为过渡安排，永久航线仍需另行谈判，若僵局延续或再度恶化，输入性通胀压力持续向主要经济体扩散，全球风险资产定价面临系统性重估。

- **通胀回落不及预期风险。**

若通胀黏性超预期，美联储加息幅度可能超出当前的市场定价，美债收益率与美元存在进一步上行空间。

- **美国经济基本面走弱超预期风险。**

居民消费已环比停滞，地产量价齐跌。若向企业部门传导，美联储将面临双向约束。

- **海外货币政策超预期收紧风险。**

主要经济体加息预期同步上修，全球流动性收缩的节奏可能超出预期。

仅供内部参考，请勿外传



THANKS 致谢

国联民生宏观研究团队（海外宏观领域）：

分析师：陶川
执业证号：S0590525110006
邮件：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦
执业证号：S0590525110007
邮件：linyan@glms.com.cn

分析师：陈艺鑫
执业证号：S0590526030001
邮件：chenyixin@glms.com.cn

分析师：武朔
执业证号：S0590526080002
邮件：wushuo@glms.com.cn

研究助理：周至臻
执业证号：S0590126040034
邮件：zhouzhizhen@glms.com.cn

联系我们：

无锡 江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦8楼

上海 上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦B座7层

北京 北京市西城区丰盛胡同20号丰铭国际大厦B座5F

深圳 深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层01室

分析师承诺：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明：

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证50指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。